

ARIANE

Le Fil d'information trimestriel de la Gestion Privée de Tocqueville Finance

Mai 2016

Depuis le début de l'année, les investisseurs restent indécis, sans conviction quant à la direction que les bourses internationales devraient prendre. En effet, la chute des cours du baril de pétrole, le ralentissement de la croissance en Chine, l'approche de l'élection présidentielle américaine et l'amorce de resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis sont autant de facteurs propices à une forte volatilité des marchés financiers. Le référendum au Royaume-Uni sur une éventuelle sortie de l'Union Européenne, le British-Exit ou « Brexit », vient encore accroître les doutes sur la pérennité de la hausse des marchés actions en Europe et aux Etats-Unis en 2016, après quatre années de remontée faisant suite à la crise grecque de 2011.



Brexit ?

Dans les semaines à venir, les regards vont se porter de plus en plus vers l'échéance du 23 juin, jour du référendum au Royaume-Uni. Pourtant, l'Union Européenne a accepté de nombreuses concessions aux exigences britanniques lors des négociations en février. En particulier, la Banque d'Angleterre conservera la gestion de la stabilité financière britannique ; les parlements nationaux pourront bloquer une législation européenne à une majorité de 55% des votes ; la Grande-Bretagne pourra limiter le versement de prestations sociales aux travailleurs de l'Union Européenne ayant cotisé au moins 4 ans. Ainsi, David Cameron déclarait en février : « Le Royaume-Uni ne fera jamais partie d'un super Etat de l'Union européenne, le pays n'adoptera jamais l'euro, nous ne participerons pas aux parties de l'Union qui ne fonctionnent pas [Schengen, l'euro] ». Or, ce compromis ne sera pas renégocié quelque soit l'issue du référendum.

Une sortie de l'Union Européenne signifierait pour le Royaume-Uni d'assumer une baisse de la livre sterling et un ralentissement économique nécessitant l'intervention de la Banque d'Angleterre pour soutenir l'activité. L'impact dépendra des accords commerciaux que renégociera le Royaume-Uni avec l'Union Européenne et les autres pays ainsi que de leur délai de mise en œuvre. Réponse le 23 juin.

Malgré tant d'incertitudes, les investisseurs ne disposent pas de nombreuses alternatives aux marchés actions. En effet, les taux d'intérêts sont au plus bas, ce qui permet à la France de s'endetter sur 10 ans à des taux inférieurs à 0,50% et ainsi de pouvoir assumer le coût de sa dette... En conséquence, tous les placements obligataires affichent des performances très faibles, voire même négatives. Seuls les fonds en Euros des contrats d'assurance-vie présentent encore un rendement supérieur à 2%. Les investisseurs sont donc encouragés à se reporter sur des placements plus risqués, en particulier sur les actions. Mais pour cela il convient d'être très sélectif et vigilant, comme nous le sommes chez Tocqueville Finance.

Hervé PICARD

Co-directeur de la Gestion Privée
Rédigé le 20 avril 2016.

Données au 31/03/2016	1 an	3 ans	5 ans	Depuis l'origine
Tocqueville Ulysse C	-9,90%	27,90%	5,20%	892,00%
CAC 40 net/Euro Stoxx TR	-13,10%	31,30%	30,90%	259,10%
Tocqueville Odyssee C	-7,90%	41,00%	33,80%	161,20%
CAC 40 net	-10,90%	26,10%	25,70%	118,80%
Tocqueville Dividende C	-8,20%	22,70%	13,00%	110,60%
MSCI Europe net	-13,70%	26,70%	26,30%	18,60%
Tocqueville PME*	8,30%	--	--	35,00%
CAC Small TR	6,80%	--	--	35,70%
Tocqueville Value Europe P	-0,50%	42,50%	60,90%	128,90%
MSCI Europe net	-13,70%	22,10%	37,90%	24,80%
Tocqueville Megatrends C	-5,60%	26,30%	18,80%	30,30%
MSCI Europe net/Stoxx Europe 600	-12,80%	24,70%	41,10%	61,10%
Tocqueville Value Amérique P	-12,80%	31,40%	58,20%	153,10%
S&P 500 TR	-3,90%	57,40%	116,00%	137,80%
Tocqueville Gold P	3,70%	-32,20%	-55,20%	16,40%
XAU	0,20%	-42,40%	-60,00%	-27,40%
Tocqueville Olympe Patrimoine P	-3,30%	8,20%	12,20%	24,10%
Eonia capitalisé	-0,20%	-	1,00%	5,60%

Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps, Les fonds sont soumis à des risques actions et de marchés, de perte en capital, de liquidité, de change et de taux.
* fonds créé le 26/11/2013

Economie : Pétrole – Avril 2016

Depuis le quatrième trimestre 2015, les marchés réagissent directement à l'évolution du prix du baril de pétrole. La corrélation entre ce prix et l'indice MSCI World serait ainsi passée de 0,55 en 2015, à 0,72 depuis le 1^{er} janvier et 0,84 en février 2016. Cette corrélation éclaire le lien intime qu'établissent les marchés financiers entre consommation d'énergie et croissance mondiale et révèle le déséquilibre structurel que connaît aujourd'hui le marché pétrolier. Ce déséquilibre actuel a-t-il des raisons de perdurer, et si oui, avec quelles conséquences ?

● Lire page 2

Loi de Finance : Favoriser l'orientation de l'épargne vers les PME-ETI via les PEA-PME

En matière de fiscalité du patrimoine, les dernières Lois de finance apportent peu de nouveautés, comparativement aux bouleversements des millésimes antérieurs. On notera toutefois une mesure concernant les PEA-PME. Indépendamment des Lois de finance, deux décisions favorables aux contribuables, méritent d'être développées. La première est relative aux moins-values de valeurs mobilières, la seconde au sort des contrats d'assurance-vie non dénoués souscrits par le conjoint survivant.

● Lire page 3

Interview : Olivier RIGAUD Directeur Général de NATUREX

Naturex est une société française spécialisée dans la production et la commercialisation d'extraits végétaux naturels, à destination des industries agroalimentaire, nutraceutique, pharmaceutique et cosmétique. La publication récente de ses résultats annuels 2015 donne ainsi l'occasion de faire un premier point sur le plan « Conquest Cash & People » et sur le nouveau plan « BRIGTH2020 » lancé dès janvier 2015.

● Lire page 4

Contact :
Lidia Stefanutto
lstanfutto@tocquevillefinance.fr
Tél.: 01 56 77 33 85



Économie

par Jean-François Dulcire
Co-directeur de la Gestion Privée

Pétrole - Avril 2016

Depuis le quatrième trimestre 2015, les marchés réagissent directement à l'évolution du prix du baril de pétrole. La corrélation entre ce prix et l'indice MSCI World serait ainsi passée de 0,55 en 2015, à 0,72 depuis le 1^{er} janvier (calculé mi-mars), et 0,84 en février 2016. Cette corrélation, d'une part, éclaire le lien intime qu'établissent les marchés financiers entre consommation d'énergie et croissance mondiale et, d'autre part, révèle le déséquilibre structurel que connaît aujourd'hui le marché pétrolier (l'Agence Internationale de l'Énergie, AIE, a estimé l'excédent de production quotidien à 2 millions de barils en 2015, à 1,1 million en 2016). Ce déséquilibre actuel a-t-il des raisons de perdurer, et si oui, avec quelles conséquences ?*

Il faut donc d'abord bien concevoir que le prix du pétrole semble devoir rester modéré ou bas pour longtemps.

Côté offre tout d'abord, de nouvelles techniques d'extraction, mises au point dans les années 90, ont permis au Canada (schistes bitumineux) puis aux États-Unis (gaz de schiste) de faire progresser leur production depuis 1990, de respectivement 107 et 30%. Qui plus est, les nouveaux producteurs américains, essentiellement privés, sont devenus exportateurs, grâce à la levée, le 1^{er} janvier, de l'interdiction d'exporter en vigueur depuis 1975. Ont également repris pied sur le marché international, l'Iran, depuis le 16 janvier, grâce à la fin de l'embargo international qui a suivi la signature d'un accord avec l'AIEA (Agence Internationale de l'Énergie Atomique), en même temps que l'Irak (qui a multiplié sa production par 9) et la Lybie, pour reconstruire. Par ailleurs, certains pays produc-

teurs n'ont pas su, à l'époque du pétrole cher, diversifier leurs ressources et veulent continuer à produire, le plus possible, malgré des prix déprimés : le Venezuela, l'Algérie, la Russie (10,8 Mb/j en 2014, 3^{ème} producteur mondial), le Nigeria, mais aussi... l'Arabie Saoudite. Un changement de conception stratégique s'est aussi produit chez cette dernière comme chez son principal partenaire pétrolier depuis 1945 : pour les États-Unis, premier consommateur mondial, premier producteur depuis 2014 (11,6 Mb/j), le pétrole n'est plus un produit stratégique, ce qu'il était depuis 1945, ce qui explique l'autorisation d'exporter que nous avons évoquée plus haut ; et pour l'Arabie Saoudite (11,5 Mb/j en 2014), qui ne veut plus jouer le rôle de producteur d'appoint. En dehors même d'une volonté politique de contrer la production de ses « ennemis » iraniens par les quantités, ou des schistes américains par les prix, pour rendre leur exploitation déficitaire, l'Arabie Saoudite serait en train de tourner le dos à une conception conservatrice de ses réserves, sur le mode « tout ce qui n'est pas produit aujourd'hui est une ressource future », pour adopter une stratégie volontariste : « tout ce que nous ne produisons pas ne sera jamais extrait et vendu, et sera vendu par nos concurrents, bien avant l'épuisement de nos réserves », a fortiori face aux énergies propres. Le Royaume saoudien a certainement surestimé le seuil de rentabilité des producteurs américains, à 50 \$; il est plus probablement à 25, et pour eux comme pour lui, il vaut mieux produire pour vendre à 27 \$ que de ne pas produire du tout. Moyennant quoi, l'OPEP, qui certes cumule 60 % des réserves conven-

tionnelles mais un tiers seulement de la production mondiale, n'est plus en mesure de réguler le marché.

Côté demande de produits pétroliers, l'AIE souligne que si elle n'a jamais baissé, son rythme de progression diminue en raison du ralentissement chinois et mondial. Entre 2010 et 2030, la demande devrait baisser dans tous les pays développés (de 15 % aux États-Unis et 18 % en Europe), stagner en Russie, et augmenter surtout en Chine (+ 80 %), dans le reste de l'Asie dont l'Inde (+ 25 %), en Afrique (+ 30 %, mais sur des bases faibles). Depuis 2008, la consommation stagne autour de 30 milliards de barils annuels (elle était passée de 10 milliards en 1965 à 25 en 1980). Par ailleurs, la part des produits pétroliers a elle aussi tendance à diminuer dans le « mix », d'un tiers en 2012 à un quart en 2035. Aussi, et même après son redressement, après un plus bas à 27 \$, le prix du baril de pétrole est encore en baisse de 75 % par rapport à 2014. A son niveau actuel de 40 \$, et compte tenu d'une multiplication des prix par 6,5 depuis 40 ans, le pétrole retrouve aujourd'hui son prix de... décembre 1973 (nous parlons bien du baril, et non du prix à la pompe).

En conséquence, et tout en ayant conscience que les prévisions sur le prix du pétrole ont souvent donné lieu à de mémorables erreurs (peak oil, prix annoncé « durablement à 250\$ » quand il en valait 150, en 2009), il semble raisonnable de considérer que le prix du baril pourrait continuer à demeurer un indicateur de la croissance mondiale, mais que la situation tendue des producteurs de l'OPEP devrait durablement continuer à infléchir les prix à la baisse. ■

*étude de Thomas Page-Lécuyer, stratégeste, CPRAM



dé cryptage

par Franck Grager

Président de Tocqueville Finance Conseil Assurance
Société de courtage d'assurance – Enregistrée à l'ORIAS sous le n° 07 004 660

Fiscalité du patrimoine : des évolutions favorables

En matière de fiscalité du patrimoine, les dernières Lois de finance apportent peu de nouveautés, comparativement aux bouleversements des millésimes antérieurs. On notera toutefois une mesure concernant les PEA-PME.

Indépendamment des Lois de finance, deux décisions favorables aux contribuables, méritent d'être développées. La première est relative aux moins-values de valeurs mobilières, la seconde au sort des contrats d'assurance-vie non dénoués souscrits par le conjoint survivant.

Favoriser l'orientation de l'épargne vers les PME-ETI via les PEA-PME

La Loi de finance rectificative 2015 instaure une mesure d'exonération des plus-values de cessions de parts de fonds monétaires, sous condition d'en réinvestir le produit dans un PEA-PME.

La portée de cette mesure, valable du 1^{er} avril 2016 au 31 mars 2017, est à relativiser :

- il s'agit d'un report d'imposition qui ne se transformera en exonération qu'au bout de 5 années de conservation des sommes sur le PEA-PME ;

- par ailleurs, la plus-value réalisée sur les fonds monétaires demeure soumise aux prélèvements sociaux de 15,5%.

Toutefois si, détenant des fonds monétaires depuis longtemps, vous avez pu accumuler des plus-values substantielles et que vous n'avez pas encore de PEA-PME, voici l'occasion d'en ouvrir un !

Pas d'abattement sur les moins-values !

Depuis 2013, les plus-values de valeurs mobilières sont imposées au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Toutefois, les plus-values réalisées suite aux cessions de titres détenus depuis 2 ans et plus sont réduites avant imposition d'un abattement de 50%, qui est porté à 65% à compter de 8 ans.

Toute la loi, rien que la loi

L'administration en avait conclu que ce principe, favorable aux investisseurs stables, devait être étendu aux moins-values déductibles. Ce qui réduisait la portée des abattements !

Non seulement le Conseil d'État s'est prononcé contre cette interprétation, non conforme à la volonté du Législateur, mais il a précisé le mode de calcul de la plus-value imposable.

En premier lieu, les moins-values, qu'elles soient de l'année ou reportées des années antérieures, doivent être déduites des plus-values avant tout abattement. C'est sur le solde positif éventuellement obtenu qu'il convient d'opérer l'abattement de 50% ou 65% avant imposition.

Compenser d'abord les plus-values sans abattement

Le Conseil d'Etat indique que le contribuable peut imputer les moins-values sur les plus-values de son choix. Pour optimiser l'impôt, on veillera donc à imputer les moins-values prioritairement sur les plus-values qui ne bénéficient d'aucun abattement.

Fin de la doctrine « Bacquet » : du mieux en assurance-vie

La « doctrine Bacquet »

Les capitaux versés en cas de décès, dans le cadre de l'assurance-vie, sont, on le sait, assujettis à un régime fiscal particulier, distinct du régime commun des droits de succession. Ce régime permet de mieux organiser la transmission de son patrimoine et, le plus souvent, d'en réduire le coût fiscal.

Toutefois, le contrat du conjoint survivant, donc non dénoué, pouvait poser problème. En effet, depuis la réponse ministérielle de 2010 au député Bacquet, lorsqu'un tel contrat était alimenté par des fonds issus de la communauté (ce qui est généralement le cas des époux mariés sous le régime légal, c'est-à-dire sans contrat de mariage), il devait être réintégré aux actifs successoraux pour la moitié de sa valeur.

Les enfants du défunt pouvaient ainsi voir leurs droits de succession majorés à concurrence de la moitié du contrat, alors qu'ils n'étaient même pas assurés d'être les bénéficiaires, le conjoint survivant demeurant libre de le consommer, voire d'en attribuer le bénéfice à des tiers !

Une réponse ministérielle chasse l'autre

Par sa réponse du 23 février 2016 au député Ciot, le Ministère des Finances revient sur sa position, confirmant le communiqué de presse du 12 janvier précédent du Ministre des Finances, M. Michel Sapin :

« ... Aussi, afin de garantir la neutralité fiscale pour l'ensemble des héritiers lors du décès du premier époux, il est admis, pour les successions ouvertes à compter du 1^{er} janvier 2016, qu'au plan fiscal la valeur de rachat d'un contrat d'assurance-vie souscrit avec des fonds communs et non dénoué à la date du décès de l'époux bénéficiaire de ce contrat, ne soit pas intégrée à l'actif de la communauté conjugale lors de sa liquidation, et ne constitue donc pas un élément de l'actif successoral pour le calcul des droits de mutation dus par les héritiers de l'époux prédécédé. Lors du dénouement du contrat suite au décès du second conjoint, les sommes versées aux bénéficiaires de l'assurance-vie resteront bien évidemment soumises aux prélèvements prévus, suivant les cas, aux articles 757 B et 990 I du code général des impôts dans les conditions de droit commun. La position exprimée dans la réponse ministérielle no 26231 dite « Bacquet » du 29 juin 2010 est donc rapportée pour les successions ouvertes à compter du 1^{er} janvier 2016. »

Attention toutefois ! Au plan civil, le contrat non dénoué entre toujours pour moitié dans la succession du défunt, la part de chaque héritier étant calculée en conséquence. Il y a donc bien divergence entre les règles civiles et fiscales. ■

Nous sommes bien entendu à votre disposition pour vous aider à apprécier l'intérêt de ces mesures, au regard de votre situation familiale, patrimoniale et fiscale personnelle.

N'hésitez pas à nous solliciter !



Olivier RIGAUD

Directeur Général de NATUREX
ISIN : FR000054694 Bloomberg : NRX FP

Quatre questions de Guy Francheteau à Olivier RIGAUD

Depuis 1992, Naturex est spécialisée dans la production et la commercialisation d'extraits végétaux naturels, à destination des industries agroalimentaire, nutraceutique, pharmaceutique et cosmétique.

1. La publication récente de vos résultats annuels 2015 nous donne l'occasion de faire un premier point sur le plan « Conquest Cash & People » et sur le nouveau plan « BRIGHT2020 » lancé dès janvier 2015 pour répondre aux conséquences des profondes évolutions structurelles du Groupe ces dernières années. Pouvez-vous nous en parler ?

2015 est une année de retour à la croissance et à la rentabilité.

En termes de chiffres clés, il faut retenir :

- Une forte croissance du chiffre d'affaires de 21,5%.
- Une situation de bilan assainie grâce à :
 - Une hausse des flux de trésorerie disponibles.
 - Une diminution de dette financière nette de 30 millions d'euros.
 - Un retour à la rentabilité opérationnelle courante avec :
 - un résultat opérationnel courant en hausse de 77,3% à 26,3 millions d'euros ;
 - un Ebitda courant en hausse de 39,6% à 51,4 millions d'euros.

Ces chiffres sont impressionnants et ce retournement spectaculaire a été réalisé en à peine un an grâce à l'énergie et à l'excellent travail de l'ensemble des salariés du Groupe qui ont immédiatement adhéré au plan « Conquest, Cash & People » que j'ai lancé en janvier 2015, quelques mois après mon arrivée en octobre 2014.

L'année 2015 a été entièrement consacrée au déploiement de ce plan dont les principaux axes constituaient une étape nécessaire pour un retour à une croissance organique durable et de qualité.

Avec la mise en place d'une gouvernance adaptée à l'ensemble des opérations du Groupe, nous avons su combiner discipline et réactivité, indispensables à la reconquête de nos marchés et au développement de notre offre auprès de nos clients.

Nous avons également initié une revue de notre empreinte industrielle dans le but de maximiser l'efficacité et la rentabilité de nos actifs stratégiques.

NATUREX a ainsi démontré sa capacité à rééquilibrer son modèle économique, en ligne avec l'agenda fixé et dans la perspective de ses ambitions déclinées au sein de notre plan stratégique Bright2020.

2. Justement, vous évoquez votre nouvelle stratégie à horizon 2020 que vous avez présentée en juin 2015, pouvez-vous nous en rappeler les principales lignes ?

Bright2020, c'est le 1^{er} projet stratégique du Groupe qui a impliqué un grand nombre de salariés, les membres du Comité de Direction et qui a reçu le soutien de notre Conseil d'administration et de nos actionnaires de référence.

« BRIGHT2020 » a pour objectif d'affirmer le positionnement de NATUREX comme acteur unique du naturel sur les catégories clés identifiées (couleurs naturelles, fruits et légumes de spécialité, antioxydants naturels et phytoactifs), dont le potentiel total est évalué à environ 8 milliards de dollars dans un environnement soumis à de multiples défis (environnementaux, sociétaux, économiques et réglementaires).

Notre mission auprès de nos clients est claire : encourager activement le changement du synthétique au naturel.

Pour y parvenir, Bright2020 se décline à travers trois axes stratégiques : Care, Execute and Grow, portés par 6 piliers fondamentaux que sont :

- Pour l'axe Care : Les Hommes et le développement durable ;
- Pour l'axe Execute : La simplification et l'exécution ;
- Pour l'axe Grow : Le focus consommateur, les pays émergents et l'innovation.

Les principaux objectifs à horizon 2020 sont ambitieux mais la motivation de nos équipes et les atouts de NATUREX nous rendent confiants quant à leur réalisation :

- Croissance organique entre 8 et 10% ;
- Marge d'Ebitda de 20% ;
- 10% du chiffre d'affaires réalisé sur les nouveaux produits ;
- 25% du chiffre d'affaires réalisé dans les pays émergents.

3. Quelles sont les perspectives pour Naturex en 2016, et au-delà ?

C'est sur ces bases 2015 assainies et ce socle de croissance solide que nous allons entamer la 1^{ère} année d'exécution du plan Bright2020.

Nous avons déjà réalisé un certain nombre d'initiatives en 2015. Les grandes lignes directrices de nos actions pour 2016 vont se calquer sur les trois axes stratégiques de Bright2020 dans le but d'activer les principaux leviers de la performance

nécessaires à la réussite de notre mission et à l'atteinte de nos objectifs à horizon 2020.

Pour cela, nous avons besoin de l'engagement des 1700 salariés du Groupe autour de cette culture commune que nous avons su consolider, nous allons également poursuivre nos efforts de simplification afin d'optimiser la gestion de nos flux internes et maximiser les capacités industrielles de nos sites et enfin, nous allons nous concentrer sur nos principaux moteurs de croissance que sont l'innovation, le Go to Market et les pays émergents.

4. Vous parlez d'innovation, qu'est-ce que cela signifie pour NATUREX ?

L'innovation joue un rôle essentiel dans la réussite de notre projet stratégique. Elle se décline chez NATUREX suivant trois niveaux qui constituent des passerelles collaboratives :

- L'innovation organique centrée sur la recherche avancée et les études cliniques ;
- L'Open Innovation, et notre programme Ingenium, qui permet de démultiplier les opportunités d'innover ;
- Les laboratoires d'application, nos Springlabs, qui permettent de développer en étroite collaboration avec nos clients, des applications spécifiques, des concepts ou des produits prêts à l'emploi.

A travers notre programme d'Open Innovation, Ingenium, dans le cadre duquel nous allons nouer des partenariats avec des start-up de pointe ou des acteurs reconnus sur leurs marchés dans le but d'avoir un accès exclusif à certains marchés ou catégories de produits (c'est le cas par exemple du partenariat avec Barry Callebaut et les extraits de cacao riches en flavanols qui agissent en faveur d'une meilleure élasticité des vaisseaux sanguins) ou de partager le progrès technologique (c'est le cas du partenariat avec Mazza Innovation et son procédé d'extraction à l'eau, sans solvant organique, pour les extraits de Cranberry).

Ce programme nous permet de rester concentré sur notre propre Recherche et Développement tout en anticipant sur les innovations de demain sans mobiliser nos ressources internes.

C'est indispensable pour nous différencier de nos concurrents et pour faire évoluer le marché des ingrédients naturels. ■



Par Guy Francheteau,
Gérant de portefeuilles.